

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:
SPORTING CLUBE DE PORTUGAL – FUTEBOL, SAD

BERNARDO DAMASCENO PINA RAINHA

OUTUBRO - 2018

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:
SPORTING CLUBE DE PORTUGAL – FUTEBOL, SAD

BERNARDO DAMASCENO PINA RAINHA

ORIENTAÇÃO:
INÊS PINTO

OUTUBRO - 2018

Resumo

O seguinte trabalho tem como objetivo a avaliação das ações da Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD (Sporting SAD). Para tal, foi feito um estudo da indústria do futebol, um segmento da indústria desportiva que tem vindo a atrair cada vez mais adeptos/espectadores assim como a gerar mais receitas. No entanto, quanto ao caso em estudo, a Sporting SAD não tem apresentado uma estrutura de capital sólida, estando muito dependente tanto dos resultados desportivos como da venda de jogadores para atingir bons resultados financeiros.

Esta avaliação foi realizada à data 30/06/2017. De referir que quaisquer informações ou acontecimentos relacionados com a Sporting SAD ou com o sector após maio de 2018 não foram considerados no nosso estudo.

Esta avaliação foi feita seguindo o método *Discounted Cash Flow* tendo-se optado pela abordagem dos *Free Cash Flow to Firm* (FCFF). De forma a obter uma recomendação mais robusta e sustentada, a avaliação foi complementada com uma metodologia de avaliação relativa, o Método dos Múltiplos.

O resultado obtido foi a subvalorização das ações uma vez que o preço histórico da ação é de 0,62€ e o *target price* obtido foi de 0,92€ (FCFF), apresentando um *upside potencial* de 47,96% que leva a uma recomendação final de compra de ações da Sporting SAD. Este resultado foi ainda reforçado pela avaliação relativa.

Abstract

The following thesis' main goal is to make a valuation of Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD (Sporting SAD). In that sense, the football industry was studied, a sports' industry segment that has been attracting more people/spectators over time as well as generating more revenue. However, Sporting SAD does not present a solid capital structure, being very dependent on both the sports results and players' sales to achieve good financial results.

This valuation was made on the 30th of June, 2018. It should be referred that any information or events related to Sporting SAD or the sector May of 2018 have no influence on the results obtained.

This valuation was made following the Discounted Cash Flow method and the Free Cash Flow to Firm (FCFF) approach was chosen. To obtain a more robust and sustained recommendation, the valuation was complemented by a relative valuation methodology, the Market Approach.

The result obtained was that Sporting SAD shares are undervaluated since the historical price of the share was 0,62 € and the target price was 0,92 € (FCFF), presenting a potential upside of 47,96% that leads to a final recommendation to buy Sporting SAD's shares. This result was further reinforced by the relative valuation.

Agradecimentos

“As long as you keep working, the only thing that separates you from your goals is time.” - Unknown

Após estes dois anos de grandes aprendizagens é hora de agradecer a todos aqueles, que de uma forma ou de outra, tornaram esta etapa do meu percurso académico tão especial e marcante.

Em primeiro lugar, agradecer à Professora Doutora Inês Pinto, por ter aceite este desafio, pela disponibilidade, pela ajuda e por todo o conhecimento que me transmitiu.

À minha família, por todo o apoio, compreensão e acima de tudo por acreditarem sempre em mim.

Por último, à minha namorada, pela paciência, pela força que me deu e por estar sempre ao meu lado.

Índice

Resumo	i
Abstract	ii
Agradecimentos	iii
Índice de Figuras	vi
Índice de Tabelas	vi
Lista de Abreviaturas.....	vii
1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura	2
2.1. Enquadramento do Negócio	2
2.2. Métodos de Avaliação.....	4
2.2.1. <i>Discounted Cash Flow Approach</i>	5
2.2.1.1. Free Cash Flow to Equity	5
2.2.1.2. Free Cash Flow to Firm	7
2.2.1.3. Adjusted Present Value	9
2.2.2. Método dos Múltiplos	10
3. Apresentação da Empresa	11
4. Gestão e Corporate Governance	12
5. Análise Estratégica.....	15
5.1. Modelo de Porter.....	15
5.2. Análise SWOT.....	18
6. Análise do Mercado.....	19
6.1. Análise Económica.....	19
6.2. Análise da Indústria.....	20
6.3. Análise da Concorrência	22

7. Avaliação.....	24
7.1. FCFF	24
7.1.1. EBIT.....	24
7.1.2. Capex	26
7.1.3. Necessidades em Fundo de Maneio (NFM)	27
7.1.4. WACC.....	28
7.1.5. Taxa de crescimento de longo prazo - g.....	30
7.1.6. Resultados.....	30
7.1.7. Análise de Sensibilidade.....	31
7.2. <i>Market Approach</i>	32
8. Conclusão	34
Referências Bibliográficas	35
Anexos	39
Anexo 1 – Demonstração de Resultados Previsional	39
Anexo 2 – Balanço Previsional	40
Anexo 3 – Demonstração de Fluxos de Caixa Previsional.....	41
Anexo 4 - Método dos Múltiplos	42

Índice de Figuras

Figura 1: Universo Sporting Clube de Portugal	11
Figura 2: Análise SWOT.....	18
Figura 3: Receitas das Big 5 European Leagues e da Liga Portuguesa na época 2015/2016 (M€)	21
Figura 4: Receitas dos clubes campeões das Big 5 European Leagues e da Liga Portuguesa na época 2016/2017 (M€)	22

Índice de Tabelas

Tabela I: Remunerações dos membros executivos do Conselho de Administração da Sporting SAD	13
Tabela II: Estrutura Acionista da Sporting SAD	14
Tabela III: Média de espectadores por jogo no Estádio José de Alvalade para a Liga Portuguesa	20
Tabela IV: Projeções da Economia Portuguesa (taxa de variação anual, em percentagem)	20
Tabela V: Principais Rúbricas das Demonstrações Financeiras dos 3 Grandes Portugueses na época de 2016/2017 (€)	23
Tabela VI: Principais Rúbricas das Demonstrações Financeiras dos Concorrentes a Nível Internacional na época de 2016/2017 (€)	23
Tabela VII: Pressupostos EBIT	26
Tabela VIII: Pressupostos Capex	27
Tabela IX: Pressupostos Variação Necessidades em Fundo de Maneio	28
Tabela X: Custo do Capital Próprio e Alheio	29
Tabela XI: WACC	30
Tabela XII: Avaliação da Sporting SAD, através do método FCFF	31
Tabela XIII: Análise de Sensibilidade	32
Tabela XIV: Preço por ação	33

Lista de Abreviaturas

- R_f : Taxa de juro sem risco
- k_d : Custo do capital alheio
- k_e : Custo do capital próprio
- APV: *Adjusted Present Value*
- BCE: Banco Central Europeu
- CAPM: *Capital Asset Pricing Model*
- CGFC: Campo Grande Football Club
- D: *Debt*
- DFC: *Discounted Cash Flow*
- E: *Equity*
- FA: *Football Association*
- FCFE: *Free Cash Flow to Equity*
- FCFF: *Free Cash Flow to Firm*
- FCP: Futebol Clube do Porto
- FIFA: *Fédération Internationale de Football Association*
- FMI: Fundo Monetário Internacional
- FPF: Fair Play Financeiro
- PIB: Produto Interno Bruto
- PV: *Present Value*
- ROE: Rendibilidade do Capital Próprio
- SAD: Sociedade Anónima Desportiva
- SCP: Sporting Clube de Portugal
- SDUQ: Sociedade Desportiva Unipessoal por Quotas
- SLB: Sport Lisboa e Benfica
- SWOT: *Strenghts, Weaknesses, Opportunities e Threats*
- UE: União Europeia
- UEFA: *Union of European Football Associations*
- WACC: *Weighted-average cost of capital*

1. Introdução

A indústria do futebol tem apresentado alterações significativas tendo-se verificado um grande crescimento a nível global nos últimos anos, motivo que incentivou o estudo/análise deste mercado.

O Sporting Clube de Portugal, constituído em 1906, é um dos 3 grandes clubes portugueses. Desde então já foi campeão nacional 18 vezes, encontrando-se neste momento num período menos positivo, uma vez que a época de 2016/17 é já a 15ª época seguida sem obter o título nacional, situação que não tem ajudado a recuperar a sua frágil estrutura financeira dado que esta está muito dependente dos resultados desportivos e da venda de jogadores. Para além disto, Portugal encontra-se ainda em recuperação da crise financeira iniciada em 2008 nos Estados Unidos da América, que obrigou a várias medidas de austeridade, algumas delas diretamente relacionadas com este setor.

Dadas as circunstâncias, sentiu-se a necessidade de fazer uma avaliação pormenorizada da situação desta empresa em específico, com o objetivo de dar uma recomendação sustentada aos investidores que têm vindo a perder confiança nesta Sociedade Anónima Desportiva (SAD).

Com a análise referida, concluiu-se que a ação se encontra subvalorizada, apresentando um *upside potencial* de 47,96% que leva a uma recomendação final de compra das ações da Sporting SAD.

O presente trabalho segue a seguinte estrutura: No capítulo 2 é realizada a revisão da literatura, onde são abordados temas como a evolução da indústria do futebol, os principais fatores influenciadores dos resultados financeiros dos clubes de futebol/SADs e as diferentes metodologias de avaliação financeira utilizadas; Nos dois capítulos seguintes é realizado um enquadramento da empresa estudada, assim como a apresentação da estrutura corporativa e acionista; De seguida é feita uma análise estratégica da empresa com base em duas ferramentas de gestão: análise SWOT e a análise das 5 Forças de Porter. No capítulo 6 é feita uma análise de mercado incluindo a economia envolvente, a indústria e a concorrência; No último capítulo, é apresentada a avaliação das ações do Sporting, com todos os seus pressupostos, baseando-se em duas metodologias distintas: o *Discounted Cash Flow* e o Método dos Múltiplos.

2. Revisão da Literatura

2.1. Enquadramento do Negócio

Não se sabe ao certo quando surgiram as primeiras práticas do futebol. No entanto, existem indícios que este existe há pelo menos três mil anos, não da forma como o conhecemos hoje, mas com o mesmo objetivo, isto é, colocar a bola numa “espécie” de baliza. Acredita-se que o futebol teve origem no Oriente, mais propriamente, na China e no Japão ficando conhecido neste último país como o *kemari* que era praticado por membros da corte do imperador tendo o terreno de jogo por volta de 200 metros quadrados (Daniel, 2016).

Contudo, considera-se que o futebol moderno surgiu em Inglaterra, em 1863, com a criação da *Football Association* (FA). Esta associação estabeleceu assim as primeiras regras para a prática deste desporto que até então era praticado com alguma violência. Mais tarde, em 1904, foi criada a *Fédération Internationale de Football Association* (FIFA) que visa organizar a prática do futebol em todo o mundo (Daniel, 2016).

Com o passar do tempo, este desporto deixou de ser um puro entretenimento passando a ser um negócio de milhões. Dada a importância do futebol na atualidade, os clubes deixaram de ser “meras” instituições tornando-se assim em verdadeiras marcas. Estas alterações despertaram o interesse dos investidores, existindo assim uma “necessidade” de tentar perceber se existe uma relação entre a *performance* financeira dos clubes de futebol e o sucesso desportivo dos mesmos, chegando-se à conclusão que estes estão positivamente correlacionados (Sakinc *et al*, 2017).

Segundo Talovic *et al* (2016), existem três tipos de receitas no mundo do futebol, as receitas referentes aos dias de jogo/*matchday* (onde estão incluídas as vendas dos bilhetes e as *corporate sales*), as que dizem respeito aos direitos televisivos/*broadcasting* (relativos a participações na liga, taça e competições europeias) e por fim os referentes à parte comercial/*commercial* (onde se incluem os patrocínios, o *merchadising*, o *marketing* e outras operações comerciais). Para Frick (2007) o aumento destas receitas, em particular dos direitos televisivos, induziram um aumento nos salários dos jogadores nas principais ligas de futebol europeias.

A *performance* desportiva tem um impacto na avaliação do mercado de ações dos clubes. Este impacto deve-se a dois fatores: o resultado obtido pelo clube (vitória, empate ou derrota) e o local onde o jogo é realizado (casa ou fora) (Benkraiem *et al*, 2011).

Outro aspeto bastante importante neste tipo de negócio é a rubrica de ativos intangíveis, que é constituída fundamentalmente pelo valor dos jogadores. Em termos contabilísticos, o valor deste tipo de ativo é determinado através do montante pago pelo passe do jogador, dado ser a única forma de se conseguir medir com fiabilidade o valor de mercado deste ativo.

Em 2010, a *Union of European Football Associations* (UEFA), entidade que representa as federações nacionais da Europa, aprovou um conjunto de medidas que viriam a ser conhecidas como *Fair Play* Financeiro (FPF). Este regulamento tem como objetivo a melhoria das contas dos clubes europeus e a preparação dos mesmos para o futuro. Destas medidas, a mais relevante foi provavelmente a introdução do *break-even* que limita o prejuízo dos clubes. Este requisito veio exigir que os clubes não gastassem mais do que 5 milhões do que aquilo que ganharam, tendo em conta os últimos três anos. Por exemplo, para a época de 2015/2016 vai se ter em conta os rendimentos e gastos, aceites pela UEFA, dos anos de 2015, 2014 e 2013. Se os regulamentos não forem cumpridos os clubes serão devidamente sancionados (UEFA, 2015). De acordo com Franck (2014), a razão para a implementação de tais medidas deve-se ao facto de os clubes de futebol estarem a atravessar um período de crise financeira cada vez mais profunda, sendo que no longo prazo esta poderia ameaçar a sustentabilidade e viabilidade da modalidade.

Por fim, em Portugal o Decreto-Lei nº 10/2013, que entrou em vigor na época de 2013/2014, obrigou os clubes que pretendem inscrever-se em competições profissionais, a alterarem o seu estatuto de pessoas coletivas sem fins lucrativos para Sociedades Anónimas Desportivas ou Sociedades Desportivas Unipessoais por Quotas (SDUQ). Esta regra deve-se ao facto de alguns clubes já terem optado pela forma jurídica societária, o que trazia uma desigualdade. Esta desigualdade provém do facto que os clubes que tinham optado pelas sociedades desportivas tinham de aplicar, subsidiariamente, as

normas que regulam as sociedades anónimas, enquanto que as pessoas coletivas sem fins lucrativos estavam sujeitas a um regime especial de gestão. Este regime consistia essencialmente num conjunto de regras (mínimas) que garantissem a transparência e rigor da gestão do clube, fazendo-se supor que existiriam efeitos penalizadores para os dirigentes da entidade. No entanto, na prática, isto não se verificava.

2.2. Métodos de Avaliação

Para Koller *et al* (2010), existem dois princípios fundamentais para a criação de valor. As empresas só prosperam caso criem valor para os seus acionistas, sendo que isto só é possível se estas investirem capital a taxas de retorno que excedam o custo de capital. Para que isto aconteça, é necessário fazer uma boa avaliação para se poder tomar a melhor decisão, de forma a poder criar valor para a empresa. Esta é uma das muitas razões que levam os analistas a afirmar que a avaliação é um dos pontos fulcrais das finanças, visto que é utilizada para diversas finalidades, das quais, a gestão de carteiras, processos de aquisição ou fusão e *corporate finance* (Damodaran, 1996).

Existem vários métodos de avaliação, desde os mais simples aos mais complexos, estes modelos podem ter características em comum, no entanto têm suposições bastante diferentes (Damodaran, 2006). Segundo Bancel & Mittoo (2014), dois especialistas em avaliação podem chegar a estimativas bastante diferentes mesmo usando o mesmo modelo, isto deve-se ao facto de os seus pressupostos e métodos de estimação para os *inputs* do modelo escolhido variarem bastante.

Este trabalho de projeto irá basear-se nos seguintes métodos: *Discounted Cash Flow* (DCF) e Método dos Múltiplos *Approach*.

Para Neves (2002), a avaliação através do método dos fluxos de caixa/*discounted cash flow approach* é um procedimento no qual o valor da empresa resulta dos rendimentos futuros que a mesma pode oferecer aos seus detentores, sendo estes atualizados para o momento presente. Já a avaliação comparativa com o mercado, método dos múltiplos/*market approach*, é um método que usa como base comparativa os preços de transação de empresas

concorrentes, isto é, de empresas com características semelhantes à da empresa que se pretende avaliar.

2.2.1. Discounted Cash Flow Approach

Segundo Imam *et al* (2008) o DCF é um método de fácil aplicabilidade e para além disso é bastante credível, o que faz com este seja muito utilizado pelos analistas. Dos vários modelos existentes, o presente trabalho de projeto irá abordar o *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), o *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) e o *Adjusted Present Value* (APV).

Para Pinto *et al* (2015), estes dois primeiros modelos representam os fluxos de caixa disponíveis, respetivamente, para os acionistas da empresa e para todos os investidores da mesma. Já o último modelo é bastante utilizado, para avaliar empresas com estruturas de capital em constante mudança (Copeland *et al*, 2000).

2.2.1.1. Free Cash Flow to Equity

O FCFE avalia a empresa na perspetiva dos acionistas. Assim, para descobrir o *Equity Value* são considerados apenas os fluxos de caixa livres, isto é, “os meios financeiros líquidos gerados pelas atividades operacionais, de investimento e de financiamento externo que ficam disponíveis para os acionistas” (Neves, 1999). A maneira mais usual de calcular o FCFE é a que se segue:

$$\begin{aligned}(1) \text{ FCFE} = & \text{Resultado Líquido} + \text{Depreciações e Amortizações} + \text{Provisões} \\ & - \Delta \text{Necessidades de Fundo de Maneio} \\ & - \text{Investimentos em ativos fixos} \\ & - \text{Reembolsos de capital dos empréstimos obtidos} \\ & + \text{Empréstimos obtidos}\end{aligned}$$

Para obtermos o valor da empresa no momento presente, o FCFE tem que ser descontado à taxa do custo do capital próprio (k_e), em outras palavras, à taxa de retorno exigida pelos acionistas. A fórmula utilizada será a do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), sendo que esta oferece as melhores previsões pois

consegue medir o risco e a relação entre o risco e o retorno esperado (Fama & French, 2004).

$$(2) k_e = R_f + \beta \times [R_m - R_f]$$

Em que:

- k_e - Custo do capital próprio;
- R_f - Taxa juro sem risco;
- β - Beta, que quantifica o risco sistemático do ativo;
- $[R_m - R_f]$ - Prémio de risco do mercado.

Após o cálculo do FCFE e do custo do capital próprio, já é possível descobrir o *Equity Value*:

$$(3) \text{Equity Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$$

A expressão anterior é utilizada em casos em que a empresa tem um período de vida finito, no entanto, caso seja pretendido avaliar a empresa para além desse período é necessário assumir que os fluxos de caixa para além do ano terminal, vão crescer a uma taxa constante (Damodaran, 2002). Assim, é acrescida à fórmula anterior o valor terminal:

$$(4) \text{Terminal Value of Equity} = \frac{\frac{FCFE_{t+1}}{k_e - g}}{(1 + k_e)^t}$$

Onde:

- $FCFE_{t+1} = FCFE_t \times (1 + g)$;
- g - Taxa de crescimento constante.

O modelo de FCFE é muito utilizado nas avaliações de fusões e aquisições e no setor bancário dado que neste setor a “métrica chave” da avaliação é a rentabilidade do capital próprio (ROE) (Bancel & Mittoo, 2014). No entanto, para os restantes casos o FCFE pode ser de difícil implementação visto que a estrutura de capital está incorporada nos *cash flows*, fazendo com que o processo de estimativa dos fluxos de caixa seja bastante difícil (Koller *et al*, 2010).

2.2.1.2. Free Cash Flow to Firm

O FCFF analisa o valor da empresa como um todo, independentemente da forma de financiamento. Como tal, este método considera os *cash flows* disponíveis tanto para os acionistas como para os credores (Bodie *et al*, 2009). O valor do FCFF é calculado através da seguinte fórmula:

$$(5) FCFF = \text{Resultado Operacional} \times (1 - \text{taxa de imposto sobre os lucros}) \\ + \text{Amortizações e Depreciações} \\ - \Delta \text{Necessidades de Fundo de Maneio} \\ - \text{Investimento em ativos fixos}$$

À semelhança do FCFE, para se chegar ao valor presente da empresa, é necessário atualizar os FCFFs, sendo a taxa utilizada para este modelo o *weighted-average cost of capital* (WACC). Segundo Fernández (2007), esta é a taxa mais adequada na medida em que valoriza a empresa como um todo. Esta tem em conta o retorno exigido pelos acionistas da empresa e o retorno exigido pelos credores e também a proporção financiada por cada um destes na estrutura de capital da empresa. O WACC é composto pela seguinte expressão:

$$(6) WACC = \frac{Equity}{Equity + Debt} \times k_e + \frac{Debt}{Equity + Debt} \times k_d \times (1 - t)$$

Em que:

- *Equity* - Valor de mercado do capital próprio
- *Debt* - Valor de mercado da dívida

- k_e - Custo do capital próprio
- k_d - Custo da dívida (antes de impostos)
- t - Taxa de imposto sobre os lucros

Após o cálculo do FCFF e do WACC, já é possível descobrir o valor da empresa (*firm value*):

$$(7) \text{ Firm Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Idêntico ao FCFE, quando se pretende avaliar a empresa para além do período finito, é necessário assumir que os *cash flows* para além do ano terminal, vão crescer a uma taxa constante (Damodaran, 2002). Assim, é acrescida à fórmula anterior o valor terminal:

$$(8) \text{ Terminal Value of Firm} = \frac{\frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

- $FCFF_{t+1} = FCFF_t \times (1 + g)$;
- g - Taxa de crescimento constante.

Segundo Begović *et al* (2013) o FCFF é um modelo mais simples e rápido quando comparado com o FCFE. Esta simplicidade deve-se ao facto de este modelo não ter em conta os *cash flows* que estão “vinculados” à dívida e ao juro. Porém, para estes autores, a grande limitação deste modelo é o facto da estimativa do WACC não ter em consideração as possíveis mudanças na estrutura de capital da empresa. Ou seja, durante o período de avaliação, uma empresa tanto pode pagar as suas obrigações como recorrer a uma nova dívida, com isto, a taxa média de juros pode variar (k_d), alterando o WACC. No entanto, esta alteração não vai ser refletida no valor da empresa avaliada.

Já, Inselbag & Kaufold (1997), defendem que apesar das limitações do FCFF, este modelo é o mais fácil de usar dado que os retornos esperados do capital próprio são observados diretamente.

2.2.1.3. Adjusted Present Value

O APV e o FCFF são modelos que têm como objetivo comum avaliar o valor global da empresa. No entanto, para Luehrman (1997) o modelo mais indicado para fazer este tipo de avaliações é o APV, visto que este é mais completo que o WACC, que é usado no modelo do FCFF. Para este investigador, o APV funciona em todos os casos em que o WACC funciona, sendo que também pode ser utilizado em situações que requerem menos pressupostos restritivos e por isso, o WACC não se aplica. Ao contrário do WACC, o APV avalia separadamente o valor da empresa, considerando que esta é financiada apenas por capitais próprios, adicionando-lhe depois, o valor atualizado do resultado entre os benefícios fiscais associados à dívida e os respetivos custos (custos de falência) (Damodaran, 2006). A fórmula de cálculo é a seguinte:

$$(9) APV = \text{Base-case value} + \text{Value of all financing side effects}$$

Em que:

- *Base-case value* - Representa o valor da empresa considerando que esta é financiada apenas por capitais próprios. O valor resulta da soma dos *cash flows* operacionais e de investimento estimados, incluindo o valor terminal (ambos atualizados);
- *Value of all financing side effects* - Resultado da diferença entre os benefícios e os custos associados ao financiamento externo, atualizados ao momento presente (e.g. benefícios fiscais dos juros, custos de emissão, etc...).

Para além das características anteriormente referidas, o APV é menos propenso a erros, sendo que a grande vantagem deste modelo reside no facto de este fornecer mais informações relevantes, pois permite que o gestor saiba o valor do bem mas também de onde esse valor vem (Luehrman, 1997).

Porém, todos os métodos têm limitações e o APV não é exceção, segundo Booth (2002) é necessário ter atenção quando se utiliza este método, dado que este só deve ser usado em conjunto com outro tipo de avaliação que seja mais “convencional”. O mesmo refere que este só possui aplicabilidade em transações que envolvam financiamento estruturado, como por exemplo, o financiamento imobiliário ou o financiamento de projetos.

2.2.2. Método dos Múltiplos

Como referido anteriormente, este método serve para estimar o valor das empresas, através da comparação de transações de empresas similares. Para tal, recorre-se ao cálculo de rácios de empresas concorrentes. Caso não haja empresas concorrentes são calculados rácios das médias de empresas que tenham características semelhantes à da empresa que se pretende avaliar (Neves, 1999). Damodaran (2002) acrescenta ainda que para esta avaliação seja corretamente realizada, é crucial que o mercado esteja a avaliar corretamente as empresas ditas comparáveis.

Este último autor refere que para se poderem comparar os valores das empresas similares, é preciso “padronizar” valores. Estes valores podem ser padronizados em relação aos lucros que as empresas geram (*e.g. Price Earnings Ratio*), ao valor contabilístico das empresas (*e.g. Price Book Value*), às receitas que as empresas geram (*e.g. Price Sales Ratio*) ou através de medidas específicas para empresas de um determinado tipo de setor.

Para Fernández (2002), os múltiplos só são úteis após a realização da avaliação de outro método, dado que assim podem ser identificadas diferenças ao fazer-se uma comparação entre o valor das empresas comparáveis com o valor da empresa que foi avaliada. Já Lie & Lie (2014) defendem que não existe um múltiplo que seja uniforme e que possa servir de base para uma avaliação. Para além disto, encontrar empresas comparáveis é geralmente uma tarefa difícil.

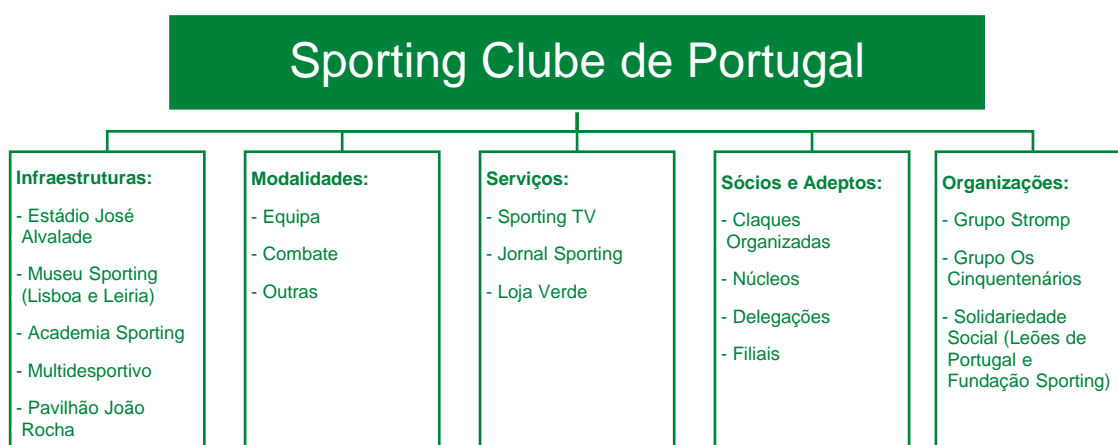
3. Apresentação da Empresa

O Sporting Clube de Portugal (SCP) foi fundado a 1 de julho de 1906. Este clube surgiu da cisão do Campo Grande Football Club (CGFC), que tinha sido criado em 1904, pelos irmãos Gavazzo sendo a direção constituída por Visconde de Alvalade, o seu neto José de Alvalade e Francisco Gavazzo. A cisão do CGFC deveu-se por uns associados preferirem o carácter mais festivo da organização, enquanto que outros preferiam a prática desportiva. Assim, José Alvalade, com a ajuda financeira do seu avô, decidiu criar o SCP. Este tinha como ambição tornar o Sporting num “grande clube, tão grande como os maiores da Europa”.

Passados mais de 100 anos, o Sporting é conhecido por ser um clube eclético, com mais de 20 mil títulos conquistados em todas as modalidades, atingindo em 2017 a marca dos 160 mil sócios.

Atualmente, a Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD está presente na Bolsa de Valores de Lisboa, *Euronext Lisbon*, através do *ticker* SCP.LS. A 30 de junho de 2017 a ação desta empresa estava avaliada nos 0,62€. Esta sociedade foi criada em 1996, tendo como principal objetivo a participação do clube nas competições profissionais de futebol. Apesar de a Sporting SAD ter surgido em 1996, esta apenas foi admitida em bolsa em 1998.

Figura 1: Universo Sporting Clube de Portugal



Fonte: Elaboração Própria

4. Gestão e Corporate Governance

À data da avaliação do presente estudo, o Conselho de Administração da Sporting Clube de Portugal - Futebol, SAD é constituído pelo Presidente Bruno de Carvalho e pelos vogais Carlos Vieira, Guilherme Pinheiro, Rui Caeiro e Nuno da Silva. Destes 5 membros, apenas Nuno da Silva é considerado um membro não executivo. A escolha dos membros executivos e não executivos foi efetuada consoante a contribuição que estes podem dar, dado o seu conhecimento do mercado e da atividade desportiva de futebol. O Presidente Bruno de Carvalho está encarregue do Futebol Profissional, enquanto que Carlos Vieira está incumbido da parte financeira e jurídica, de operações e segurança e da *Sporting Training Academy*. Já Rui Caeiro desempenha funções nas áreas de Recursos Humanos, Comunicação, *Marketing*, Comercial, Sócios e *Merchandising*. Por fim, Guilherme Pinheiro está responsável pelo Futebol Formação, Projetos Desportivos, Instalações e PLC/Auditoria. Apesar de Nuno da Silva não desempenhar nenhuma função em concreto, este pode comparecer em todas as reuniões do Conselho e tem acesso à informação das atividades que são realizadas pelos administradores executivos.

Bruno de Carvalho iniciou funções como Presidente do Conselho Diretivo do Sporting Clube de Portugal e do Conselho de Administração da Sporting SAD a 27 de março de 2013. Este também é Presidente do Conselho de Administração de outras sociedades pertencentes ao Grupo Sporting, das quais, Sporting SGPS; S.A Sporting Multimédia – Gestão, Produção e Exploração Multimédia, S.A.; Fundação Sporting; Sporting Seguros – Mediadora de Seguros Lda; Construz – Promoção Imobiliária S.A. Antes disto, entre 1998 e 2009, Bruno de Carvalho esteve ligado ao setor da construção, sendo sócio gerente da empresa Bruno de Carvalho – Revestimentos, Soluções de Interiores e Representações Comerciais, Lda. e da Soluções Atelier, Lda. Em 2009, fundou a Fundação de Solidariedade Social Aragão Pinto que tem como base o apoio de crianças e jovens deficientes e carenciados. A primeira vez que desempenhou funções no Sporting, foi entre os anos de 2008 e 2011, como Vice-Presidente da Associação de Patinagem do Sporting Clube de Portugal.

O atual presidente da Sporting SAD encontra-se a cumprir o seu segundo mandato depois de ter vencido, em 2017, Pedro Madeira Rodrigues por uma larga maioria, cerca de 86% dos votos. Apesar de Bruno de Carvalho não ter alcançado o tão desejado campeonato nacional pela equipa sénior de futebol, é de notar as melhoras tanto a nível financeiro como a nível desportivo. Para além disso, no seu primeiro mandato Bruno de Carvalho arrancou com uma obra há muito desejada pelos adeptos leoninos, o Pavilhão João Rocha.

Relativamente à estrutura acionista da Sporting SAD, esta é detida, direta e indiretamente, pelo Sporting Clube de Portugal, em cerca de 64%. Desta percentagem, apenas 27% são ações diretas do Sporting Clube de Portugal, sendo os outros 37% detidos, na sua maioria, pela Sporting SGPS, dominada do SCP. Como é possível observar pela tabela II, os restantes acionistas desta sociedade são a Olivedesportos SGPS, SA com 3% e a empresa angolana Holdimo – Participações e Investimentos, SA com aproximadamente 30%.

Tabela I: Remunerações dos membros executivos do Conselho de Administração da Sporting SAD

Nome	Total Anual Fixo	Total Anual Variável	Total
Bruno de Carvalho	147.000,00 €	35.751,43 €	182.751,43 €
Carlos Vieira	98.000,00 €	35.751,43 €	133.751,43 €
Guilherme Pinheiro	48.999,96 €	35.751,43 €	84.751,39 €
Rui Caeiro	98.000,00 €	35.751,43 €	133.751,43 €

Fonte: Relatório e Contas - Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD 2016/2017

Tabela II: Estrutura Acionista da Sporting SAD

Participações Qualificadas	Número de Ações	% Direitos de Voto
Sporting Clube de Portugal:		
Diretamente (Ações da Categoria A)	17.864.177	26,663%
Através de:		
Ações de categoria B	24.986.803	37,294%
Sporting SGPS	24.962.270	37,257%
Bruno de Carvalho (SCP e SAD)	12.014	0,018%
Carlos Vieira (SCP e SAD)	10.000	0,015%
Rui Caeiro (SCP e SAD)	100	0,000%
António de Carvalho (SAD)	100	0,000%
Paulo de Almeida (SAD)	200	0,000%
Paulo Perico (SAD)	250	0,000%
Luís Gargalo (SAD)	120	0,000%
Alexandre Godinho (SCP)	200	0,000%
Nuno Marques (SCP)	1.005	0,002%
Óscar Figueiredo (SCP)	22	0,000%
Jorge Gaspar (SCP)	100	0,000%
Fernando de Carvalho (SCP)	222	0,000%
<u>Total imputável</u>	<u>42.850.980</u>	<u>63,957%</u>
Álvaro Sobrinho		
Através de Holdimo – Participações e Investimentos, SA	20.000.000	29,851%
Joaquim de Oliveira		
Através de Olivedesportos SGPS, SA	2.134.770	3,186%

Fonte: Relatório e Contas - Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD 2016/2017

5. Análise Estratégica

Para a análise estratégica da empresa, vão ser usados o modelo de Porter e a análise SWOT (*Strenghts, Weaknesses, Opportunities e Threats*).

O modelo de Porter é bastante utilizado para analisar a estrutura da indústria que se pretende “explorar”, para isso são usadas cinco forças: a rivalidade entre os concorrentes, o poder de negociação dos clientes, o poder de negociação dos fornecedores, a ameaça de entrada de novos concorrentes e a ameaça de produtos substitutos. Se estas forças forem intensas significa que a indústria estudada tem baixos retornos, isto é, é pouco lucrativa. Caso as forças não sejam intensas, isto indica que estamos perante uma indústria onde as empresas lucram muito.

A análise SWOT mostra essencialmente os aspetos internos positivos e negativos que a empresa apresenta em relação aos seus concorrentes e também quais são as oportunidades e ameaças subjacentes ao meio envolvente em que esta se insere.

5.1. Modelo de Porter

- Rivalidade entre os Concorrentes (elevada)

A rivalidade é vista através de duas formas, a nível nacional e a nível internacional.

Os principais concorrentes a nível nacional são o Sport Lisboa e Benfica (SLB) e o Futebol Clube do Porto (FCP). O SCP é dos 3 grandes (SCP, SLB e FCP) o que possui menos títulos, no entanto, existe sempre um grande equilíbrio na “luta” pelas competições internas, podendo qualquer um destes sair vencedor.

A nível internacional o Sporting tem mais dificuldades em se destacar estando neste momento no 37º lugar do Ranking de clubes da UEFA. Este ranking é liderado por clubes como o Real Madrid, Atlético Madrid e Bayern Munique. Estes clubes têm um historial, a nível de competições europeias, totalmente distinto do Sporting. Para além disso, os orçamentos destes clubes são bastante díspares quando comparados com o orçamento do SCP.

- Poder de Negociação dos Clientes (baixo)

Existem dois tipos de clientes, os simpatizantes/adeptos do clube e os clubes que estão interessados em comprar jogadores do Sporting.

Os primeiros não têm poder de negociação, visto que os preços dos bilhetes para os jogos, dos lugares cativos, das quotas e dos produtos da marca Sporting (*merchandising*) já estão estabelecidos pelo próprio clube.

No caso dos clubes interessados em comprar jogadores do Sporting, estes possuem um baixo poder de negociação devido às elevadas cláusulas de rescisão estabelecidas pelo Sporting no ato da contratação/renovação dos seus jogadores.

- Poder de Negociação dos Fornecedores (elevado)

Na indústria do futebol os fornecedores têm um papel crucial. Existem dois tipos de fornecedores neste setor, os patrocinadores do clube (*sponsors*) e os clubes que têm jogadores que o Sporting quer contratar.

Atualmente o Sporting subdivide os seus patrocinadores da seguinte forma: *Premium Partner*, *Main Partner*, *Official Partner*, *Other Sports Main Partner* e *Other Sports Partner*. Destes é de salientar o acordo feito com a NOS Lusomundo Audiovisuais, S.A. (*Premium Partner*) onde o Sporting cedeu, por um período superior a 10 anos, os direitos televisivos da equipa de futebol, os direitos de exploração de publicidade do seu estádio, os direitos de transmissão e distribuição da Sporting TV e o direito a ser o seu principal patrocinador. Com isto, o Sporting Clube de Portugal receberá em troca 446 milhões de euros. Através deste exemplo é visível a importância dos *sponsors* para a estabilidade financeira dos clubes de futebol.

O Sporting sempre foi uma instituição que formou muitos jovens jogadores, assim o clube quando pretende adquirir atletas procura sempre por jogadores com alguma experiência para poderem acrescentar valor ao plantel e ajudarem as jovens promessas a crescer. Por norma, o clube adquire jogadores que já atuem nos campeonatos europeus, no entanto desde a chegada do treinador Jorge Jesus, o clube tem vindo a adquirir atletas vindos das ligas sul americanas, mais propriamente, da Argentina e do Brasil. Desta forma, o clube

pode comprar jogadores a preços mais baixos e posteriormente vendê-los, possibilitando assim um encaixe financeiro significativo.

- Ameaça de Entrada de Novos Concorrentes (baixa-média)

Neste setor é muito difícil a entrada de novos concorrentes que consigam obter resultados rápidos. No entanto, é preciso ter atenção aos acionistas que têm vindo a investir nos clubes. Dois exemplos disso são o Abu Dhabi United Group criado pelo sheik Mansour bin Zayed Al Nahyan para comprar o Manchester City ou o caso do Paris Saint-Germain que foi adquirido por um fundo de investimentos do Qatar denominado por Qatar Sports Investments, sendo o CEO e atual presidente do clube Nassar Al-Khelaifi. Estes são exemplos de equipas que não ganhavam títulos há bastante tempo e que após a injeção de capital feita por estes acionistas o sucesso desportivo foi de novo alcançado.

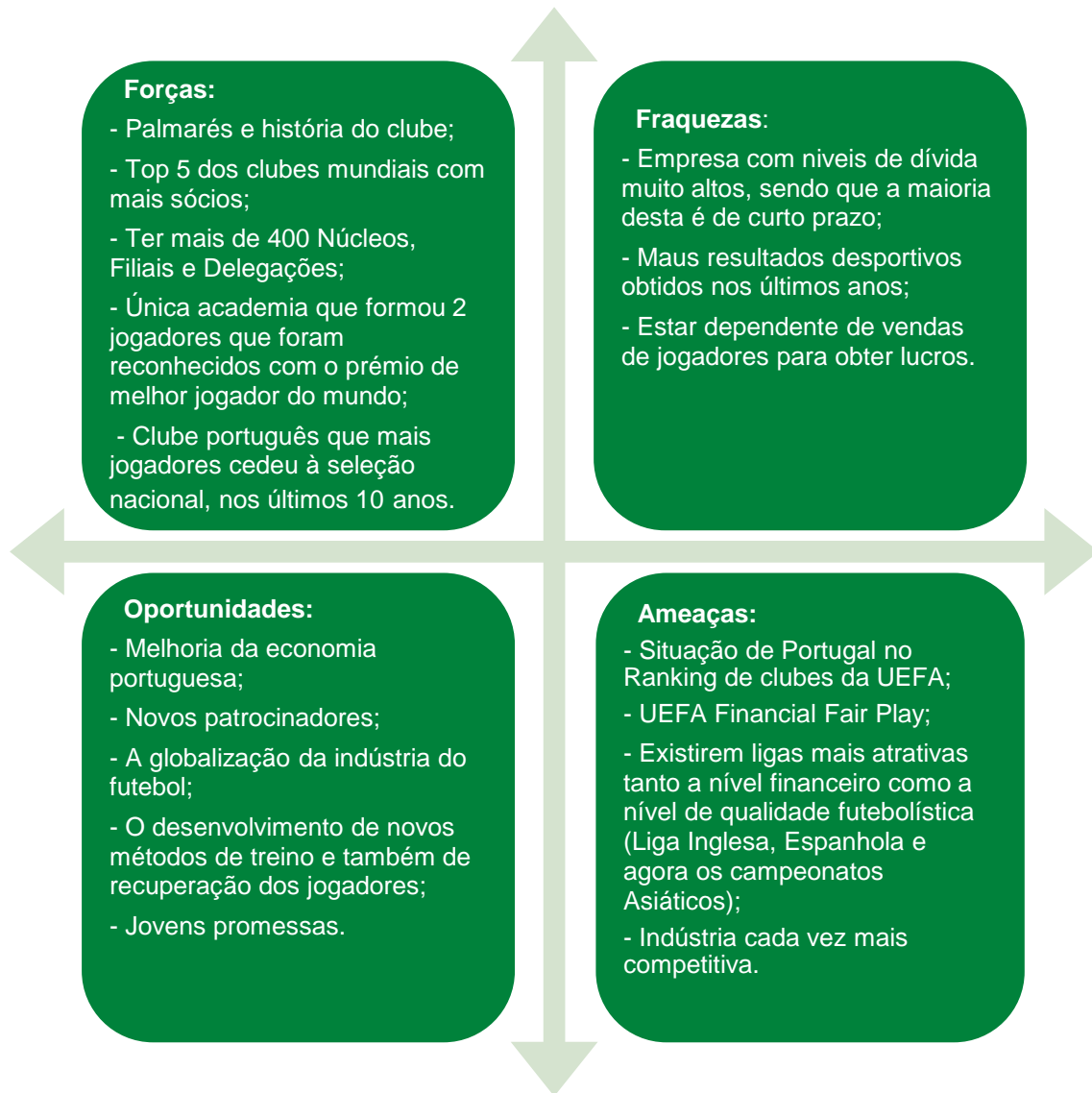
- Ameaça de Substitutos (baixa)

O Sporting sempre foi visto como um exemplo no que toca à formação de jovens promessas como tal a ameaça de substitutos é baixa. No entanto, com o passar do tempo os rivais, mais propriamente o Benfica, têm evoluído muito nesse aspeto, sendo exemplo disso a época 2016/2017 na qual o SLB vendeu 4 jovens jogadores, Ederson Moraes, Victor Lindelöf, Nélon Semedo e Gonçalo Guedes. Apesar disso, esta não é considerada uma forte ameaça uma vez que o mercado do futebol tem muita procura para a oferta existente.

Outro ponto a ter em consideração são os produtos da marca Sporting (*merchandising*), visto que nos tempos que correm é cada vez mais perceptível a compra, por parte dos adeptos, de produtos falsificados. Porém a qualidade destes produtos é inferior à dos produtos da marca SCP.

5.2. Análise SWOT

Figura 2: Análise SWOT



Fonte: Elaboração Própria

6. Análise do Mercado

6.1. Análise Económica

A crise financeira que teve início em 2008 nos Estados Unidos da América foi causada, sobretudo, pelo crédito hipotecário. Segundo Mendonça *et al.* (2012), esta crise financeira originou uma crise económica, sendo Portugal um dos países europeus mais afetados. Esta grande recessão fez com que muitas empresas falissem, contribuindo também para um aumento do desemprego e para uma diminuição do consumo. Dado que Portugal era um país sem autonomia a única forma possível de sair desta crise seria a intervenção externa. Como tal, o primeiro-ministro José Sócrates, em abril de 2011, recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Central Europeu (BCE) e União Europeia (UE). Em contrapartida deste financiamento externo, foi imposto a Portugal um Programa de Ajustamento que tinha como foco uma política de austeridade. Esta política tinha vários objetivos, dos quais, o aumento de impostos, a redução de salários e a privatização de empresas públicas. Destas medidas, a que gerou um maior desagrado aos clubes de futebol foi o aumento da taxa de IVA sobre os ingressos, de 6% para 23%. Dadas as circunstâncias, os clubes teriam de aumentar os preços dos bilhetes receando, porém que deixasse de haver uma adesão dos adeptos aos estádios. No entanto, como mostra a tabela III, este facto não aconteceu mostrando uma vez mais que o que faz os adeptos não irem aos estádios é, maioritariamente, os maus resultados desportivos do próprio clube.

Passados mais de três anos do fim do Programa de Ajustamento entre Portugal e a *troika*, Portugal é um país que se encontra a recuperar lentamente. Segundo as projeções do Banco de Portugal (2018), espera-se que a economia se mantenha em crescimento entre 2018 e 2020. Como é possível ver através da tabela IV, o Produto Interno Bruto (PIB) deverá crescer ao longo de cada ano acima dos 1,5%, sendo as exportações um dos pontos em destaque, dado que se espera, em 2020, que estas se situem 70% acima do valor obtido em 2008. No entanto, a OCDE (2017) menciona que o setor privado português, mais propriamente as empresas, continuam a apresentar níveis de endividamento

bastante elevados apesar de estas se terem desalavancado nos últimos quatro anos. Este facto, faz com que o sistema bancário fique ainda mais vulnerável, continuando assim a sofrer de rentabilidades muito reduzidas.

Tabela III: Média de espectadores por jogo no Estádio José de Alvalade para a Liga Portuguesa

Temporada	Média de espectadores por jogo	Espectadores na última jornada	Classificação Final
2009/2010	24.606	16.102	4º Lugar
2010/2011	24.858	35.484	3º Lugar
2011/2012	34.494	37.820	4º Lugar
2012/2013	26.521	23.747	7º Lugar
2013/2014	33.703	36.964	2º Lugar
2014/2015	34.988	36.912	3º Lugar
2015/2016	39.988	43.327	2º Lugar
2016/2017	42.772	32.457	3º Lugar

Fonte: Liga Portugal

Tabela IV: Projeções da Economia Portuguesa (taxa de variação anual, em percentagem)

	Pesos	Projeção março 2018			
	2017	2017	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)
Produto Interno Bruto	100,0	2,7	2,3	1,9	1,7
Consumo Privado	65,0	2,2	2,1	1,9	1,7
Consumo Público	17,6	0,1	0,5	0,4	0,5
Formação bruta de capital fixo	16,1	9,0	6,5	5,6	5,4
Procura interna	99,0	2,8	2,7	2,3	2,2
Exportações	43,1	7,9	7,2	4,8	4,2
Importações	42,1	7,9	7,7	5,4	5,0

Fonte: INE e Banco de Portugal

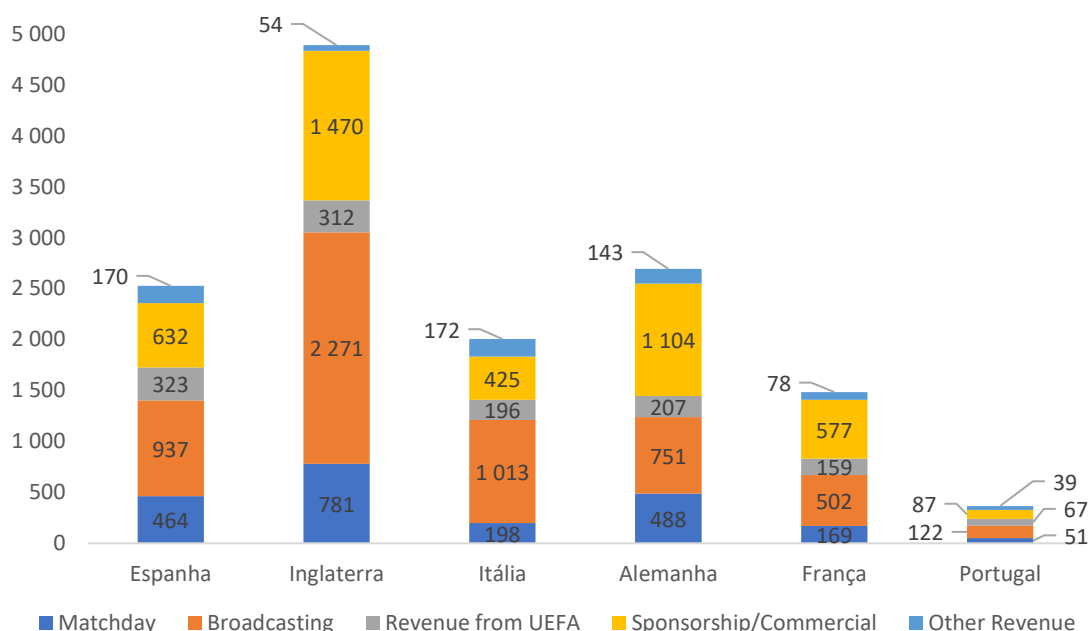
6.2. Análise da Indústria

Nos tempos que correm é cada vez mais evidente as diferenças entre os clubes que participam nas *Big 5 European Leagues* e os restantes clubes europeus. As ligas que constituem este quinteto são: a La Liga (Espanha), a Premier League (Inglaterra), a Serie A (Itália), a Bundesliga (Alemanha) e por fim a Ligue 1 (França). Apesar da La Liga ser a primeira classificada do Ranking de

clubes da UEFA, esta apresentou, na época de 2015/2016, um total de receitas de 2.526 milhões de euros o que faz uma média por clube de cerca de 126 milhões de euros, sendo quase metade das receitas auferidas na Premier League que atingiram o valor astronómico de 4.888 milhões de euros, tendo recebido cada clube a quantia de aproximadamente 244 milhões de euros. Observando a figura 3, é possível chegar à conclusão que a Liga Portuguesa, que apresenta um total de receitas de 366 milhões de euros, isto é, uma média de cerca de 20 milhões de euros por clube, não tem qualquer tipo de comparação com as ligas ditas maiores.

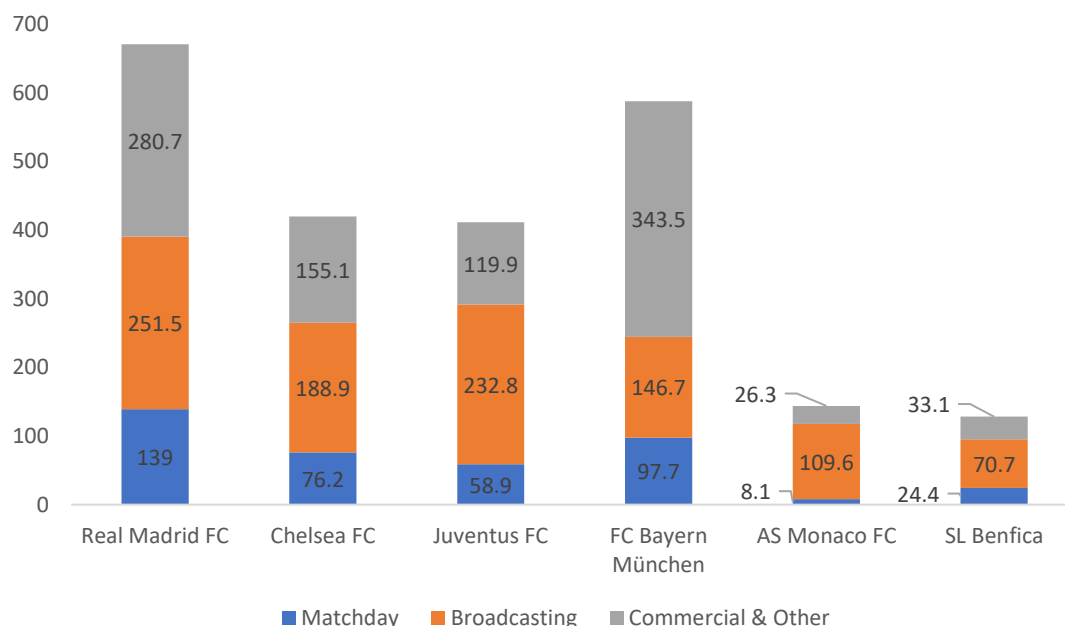
Analisando os campeões das *Big 5 European Leagues* e comparando-as com o campeão da Liga Portuguesa chegamos à mesma conclusão. Como é possível observar na figura 4, a única equipa que apresenta receitas idênticas às do SL Benfica, é o AS Monaco FC. A razão para tal acontecer deve-se essencialmente à discrepância das receitas referentes ao *matchday*, visto que o estádio do clube francês tem apenas uma lotação de 16.500 espectadores, enquanto que o estádio da Luz tem uma capacidade de 65.000 pessoas.

Figura 3: Receitas das Big 5 European Leagues e da Liga Portuguesa na época 2015/2016 (M€)



Fonte: Relatório da UEFA - Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2016

Figura 4: Receitas dos clubes campeões das Big 5 European Leagues e da Liga Portuguesa na época 2016/2017 (M€)



Fonte: Relatório KPMG – The European Champions Report 2018

6.3. Análise da Concorrência

Relativamente aos concorrentes estes podem ser divididos por concorrentes a nível nacional e internacional.

Em Portugal as equipas que se podem equiparar ao Sporting CP são os seus rivais FC Porto e SL Benfica. Estes dois clubes ganharam 4 e 5 campeonatos portugueses respetivamente, nos últimos 10 anos. Ao contrário do FC Porto e SL Benfica, o Sporting CP já não ganha um campeonato desde a época de 2001/2002. Assim, as expectativas para a temporada de 2017/2018 são muito grandes dado que FC Porto e Sporting CP querem ganhar o campeonato que há tanto tempo lhes “foge”. Já o SL Benfica quer entrar para a história ao conquistar o seu primeiro pentacampeonato (campeão 5 vezes consecutivas).

Como foi referido anteriormente, existe uma correlação positiva entre o sucesso desportivo dos clubes e a *performance* financeira dos mesmos, como tal a SLB SAD é a sociedade que apresenta melhores resultados dos 3 grandes, esta tem um Ativo de cerca de 506 milhões de euros em contrapartida com os 378 milhões da FCP SAD e 316 milhões da Sporting SAD. O mesmo se verifica

relativamente aos rendimentos operacionais e ao rácio Passivo/Ativo onde se verifica que a SLB SAD apresenta o menor rácio com 86,62% enquanto a SCP SAD e a FCP SAD apresentam rácios superiores, de 98,22% e 124,71% respetivamente.

Em termos internacionais é mais difícil encontrar clubes comparáveis com o Sporting CP visto que existem poucos clubes cotados na bolsa e os que estão presentes têm valores bastante dispares do SCP, como é o caso do Manchester United, por exemplo. Assim as sociedades desportivas que se assemelham mais à Sporting SAD são o AFC Ajax, NV atualmente no 31º lugar no Ranking de clubes da UEFA e S.S. Lazio SPA que se encontram em 36º lugar deste Ranking.

Tabela V: Principais Rúbricas das Demonstrações Financeiras dos 3 Grandes Portugueses na época de 2016/2017 (€)

	SL Benfica, SAD	FC Porto, SAD	Sporting CP, SAD
Rendimentos Operacionais	128.235.000	65.985.186	80.001.000
EBITPS ¹	3.971.000	-29.088.939	-16.925.000
EBIT	62.905.000	-24.578.409	42.624.000
EBT	45.384.000	-39.454.264	35.197.000
Ativo Corrente	92.678.000	74.159.688	91.497.000
Passivo Corrente	141.856.000	219.286.003	190.528.000
Total do Ativo	506.065.000	284.627.506	316.497.000
Total do Passivo	438.333.000	354.970.799	310.879.000

Fonte: Relatório e Contas da Benfica SAD, da Porto SAD e da Sporting SAD – 2016/2017

Tabela VI: Principais Rúbricas das Demonstrações Financeiras dos Concorrentes a Nível Internacional na época de 2016/2017 (€)

	AFC Ajax, NV	S.S. Lazio SPA
Rendimentos Operacionais	118.223.000	100.210.649
EBITPS	8.372.000	-11.389.663
EBIT	68.906.000	14.850.116
EBT	67.016.000	5.559.248
Ativo Corrente	148.451.000	33.450.008
Passivo Corrente	72.155.000	95.834.000
Total do Ativo	246.080.000	270.035.970
Total do Passivo	87.207.000	185.598.320

Fonte: Relatório e Contas do AFC Ajax, NV e da S.S. Lazio SPA – 2016/2017

¹ Earnings Before Interest Taxes Depreciations & Amortizations and Players Sales

7. Avaliação

Para elaborar esta avaliação foram tidos em conta os Relatórios e Contas Anuais da Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD relativos às épocas de 2012/2013 a 2016/2017 e o Relatório e Contas do 1º semestre da época de 2017/2018.

Os métodos usados nesta avaliação foram o FCFF e o *Market Approach*, como é possível observar de forma mais detalhada nos anexos 1 a 4.

A escolha do método FCFF baseia-se no facto de se prever que a estrutura de capital da Sporting SAD se mantenha constante ao longo do tempo assim como o facto de este método permitir obter os *cash flows* disponíveis, tanto para os acionistas como para os investidores.

No que diz respeito ao Método dos Múltiplos, este é um método que permite fazer uma avaliação da empresa tendo por base o valor de empresas comparáveis existentes no mercado. Este é um método usado para complementar a avaliação obtida através de outros métodos, como por exemplo o FCFF.

7.1. FCFF

7.1.1. EBIT

Os rendimentos mais relevantes da Sporting SAD provêm das rubricas Direitos Televisivos, Bilheteira e Bilhetes de Época, Patrocínios e Publicidade, Outros rendimentos e ganhos e ainda Rendimentos das transações de jogadores.

Na época de 2017/2018 espera-se que o Sporting esteja presente nas duas competições europeias pelo que é estimado um aumento de cerca de 2% nos Direitos Televisivos provenientes do *Market Pool*. O aumento exponencial que se verifica nos anos seguintes deve-se aos valores do novo contrato estabelecido com a operadora NOS para os próximos 10 anos, no valor de 446 milhões de euros, já referido anteriormente no capítulo 5.1.

Como a Bilheteira e Bilhetes de Época é um rendimento que depende dos resultados desportivos optou-se por calcular esta receita através da média de espectadores multiplicado pela média de rendimento por espectador acrescido da taxa de inflação de cada ano. Relativamente aos Patrocínios e Publicidade,

supõe-se que estes cresçam apenas 1% no primeiro ano devido às recentes polémicas entre o presidente Bruno de Carvalho e o plantel do Sporting. Este clima de instabilidade origina um “afastamento” de possíveis patrocinadores e investidores. No entanto, espera-se que nos anos seguintes a taxa suba para os 2% ao ano.

A rúbrica dos Outros rendimentos e ganhos é composta pelos prémios de participação e desempenho nas competições nacionais e europeias. Supõe-se que este rendimento cresça no primeiro ano 15%, visto que o clube passou nos *Play-Off* da Liga dos Campeões e atingiu o terceiro lugar na fase de grupos desta competição permitindo-lhe assim, um acesso aos dezasseis avos de final da Liga Europa e ainda a possibilidade de chegar aos quartos de final nesta prova. Na época de 2018/2019, tendo em conta que o clube não se apurou para a Liga dos Campeões, foi feita uma média dos rendimentos obtidos nos anos em que o clube participou na Liga Europa. Para os restantes anos é usada uma média do rendimento obtido nos anos anteriores acrescido de um aumento de 35% de forma a considerar os aumentos substanciais dos prémios de participação na Liga dos Campeões.

Os Rendimentos das transações de jogadores estão muito correlacionados com a performance dos atletas. Assim sendo, de forma a ponderar qualquer cenário, foi feita uma média dos resultados obtidos nesta rúbrica nos anos anteriores.

Os Gastos e perdas operacionais mais significativos são os Fornecimentos e serviços externos e os Gastos com o pessoal.

Os Fornecimentos e serviços externos e os Gastos com o pessoal foram previstos tendo em conta a proporção destas rúbricas em relação aos Rendimentos e ganhos operacionais sem transações com jogadores.

Tabela VII: Pressupostos EBIT

Pressupostos	30.Jun.2016	30.Jun.2017	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Merchandising	3.255.000	3.937.000	3.824.961	3.765.592	3.834.037	3.826.286	3.799.256
Direitos Televisivos	24.809.000	25.895.000	26.318.000	47.224.000	47.495.667	47.520.889	47.413.519
Bilheteira e Bilhetes de Época	14.198.000	16.017.000	16.103.100	15.581.842	16.001.993	15.901.023	15.822.687
Patrocínios e Publicidade	9.921.000	11.684.000	11.800.840	12.036.857	12.277.594	12.523.146	12.773.609
Outros rendimentos e ganhos	12.650.000	18.598.000	21.387.700	13.164.500	22.207.568	25.433.247	27.740.142
Fornecimentos e serviços externos	-17.342.000	-18.120.000	-19.977.255	-22.914.291	-24.872.630	-25.991.909	-26.489.902
Gastos com o pessoal	-48.865.000	-63.998.000	-58.942.646	-67.869.527	-74.935.929	-77.342.826	-79.015.698
Rend./(Gastos) com transações com jogadores	7.716.000	77.908.000	21.269.000	22.726.667	23.999.222	22.664.963	23.130.284

Fonte: Elaboração Própria

7.1.2. Capex

As rubricas mais relevantes do Ativo da Sporting SAD são os Ativos Intangíveis, Outros Ativos Intangíveis e Ativos Fixos Tangíveis.

O principal Ativo Intangível da empresa é o plantel. Uma vez que o valor do plantel está altamente correlacionado com o desempenho de cada um dos jogadores, com os resultados obtidos na época desportiva e também influenciado pelo estado do mercado (inflacionado ou não), sendo estas variáveis muito voláteis, a previsão desta rubrica foi feita através da média do valor dos anos anteriores de forma a contemplar todos os cenários possíveis.

Quanto aos Outros Ativos Intangíveis, a partir da época desportiva 2014/2015 passaram a representar uma parte substancial do Ativo da empresa. Esta subida exponencial de uma época para a outra é justificada pela fusão da Sporting Património e Marketing SA à Sporting SAD.

Uma vez que o valor dos Ativos Fixos Tangíveis é bastante constante ao longo do tempo e não se prevê qualquer alteração substancial, a previsão do seu valor foi feita através da média dos anos anteriores.

As amortizações/depreciações foram calculadas assumindo uma vida útil de 5 anos.

Através destes pressupostos e da fórmula seguinte, é possível obter o valor despendido em ativos imobilizados e intangíveis, como mostra a tabela que se segue.

$$(10) Capex = (Imobilizado líquido_t - Imobilizado líquido_{t-1}) \\ + (Ativo intangível líquido_t - Ativo intangível líquido_{t-1}) \\ + Amortizações_t + Depreciações_t$$

Tabela VIII: Pressupostos Capex

Pressupostos	30.Jun.2016	30.Jun.2017	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Ativos Fixos Tangíveis	20.285.000	21.083.000	22.359.220	22.874.618	23.210.053	23.036.270	22.379.153
Outros Ativos Intangíveis	143.395.000	140.576.000	136.621.913	132.637.727	128.603.490	124.529.178	120.409.804
Depreciações e amortizações excluindo plantel	4.378.000	4.738.000	5.253.033	5.699.094	6.199.168	6.686.936	7.164.547
Activos intangíveis - Valor do plantel	32.070.000	59.544.000	55.838.067	57.312.099	64.332.141	74.451.236	83.041.316
Amortizações e perdas de imparidade do plantel	9.332.000	18.360.000	13.959.517	12.715.225	11.836.899	10.570.909	7.571.667
Capex			12.828.750	16.419.563	21.357.307	23.128.846	18.549.803

Fonte: Elaboração Própria

7.1.3. Necessidades em Fundo de Maneio (NFM)

As rubricas referentes às necessidades em fundo de maneo foram estimadas através da média dos anos anteriores com a exceção da conta de Clientes, Inventários e Fornecedores.

No que diz respeito aos Clientes, considerou-se que esta rubrica resultaria da proporção desta em relação aos Rendimentos e ganhos operacionais incluindo as transações com jogadores.

Por sua vez, os Inventários foram obtidos através do peso desta rubrica em relação às Vendas e Prestações de Serviço.

Por fim, a conta dos Fornecedores foi determinada em função da rubrica de Fornecimentos e Serviços Externos.

Desta forma e através da fórmula que se segue, foi possível obter as necessidades em fundo de maneo da Sporting SAD.

$$(11) NFM = Necessidades Cíclicas_t - Recursos Cíclicos_t$$

Tabela IX: Pressupostos Variação Necessidades em Fundo de Maneio

Pressupostos	30.Jun.2016	30.Jun.2017	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Clientes	11.625.000	56.559.000	23.518.875	26.042.144	26.650.730	26.244.153	27.883.097
Inventários	923.000	960.000	1.016.488	1.334.134	1.342.378	1.357.399	1.352.392
Estado e outros entes públicos	613.000	0	0	0	0	0	0
Outros devedores	4.707.000	5.790.000	5.582.667	5.359.889	5.577.519	5.506.691	5.481.366
Outros Activos correntes	6.082.000	21.597.000	4.718.500	4.476.375	4.755.219	5.008.023	4.739.529
Necessidades Cíclicas	23.950.000	84.906.000	34.836.530	37.212.542	38.325.846	38.116.267	39.456.385

Pressupostos	30.Jun.2016	30.Jun.2017	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Fornecedores	16.144.000	41.111.000	27.312.822	31.028.658	34.106.860	37.908.227	41.429.445
Estado e outros entes públicos	4.202.000	3.044.000	3.614.333	3.620.111	3.426.148	3.553.531	3.533.263
Outros credores	14.971.000	22.770.000	18.698.000	18.813.000	20.093.667	19.201.556	19.369.407
Outros passivos correntes	12.273.000	19.083.000	24.457.500	16.457.500	17.280.375	18.144.394	19.051.613
Recursos Cíclicos	47.590.000	86.008.000	74.082.655	69.919.269	74.907.050	78.807.707	83.383.729

Pressupostos	30.Jun.2016	30.Jun.2017	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Necessidades em Fundo de Maneio	-23.640.000	-1.102.000	-39.246.126	-32.706.727	-36.581.204	-40.691.440	-43.927.345
Δ NFM	-11.443.000	22.538.000	-38.144.126	6.539.399	-3.874.477	-4.110.236	-3.235.904

Fonte: Elaboração Própria

7.1.4. WACC

O cálculo do custo do Capital Próprio foi feito através do *Capital Asset Pricing Model*. Assim sendo, como estimativa da taxa de juro sem risco (r_f) foi utilizada a taxa das obrigações do tesouro Português com maturidade de 5 anos de 0,63% à data de 26/08/2018 extraída do Investing.

O beta alavancado de cada um dos clubes comparáveis foi extraído da Reuters, sendo o da Sporting SAD de 0,38 à data de 26/08/2018. De forma a obter um valor mais sustentado e normalizado com o mercado, cada um dos betas foi desalavancado, extraíndo-se os efeitos financeiros do uso de dívida.

$$(12) \beta_U = \frac{\beta_L}{(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E})}$$

De seguida, foi calculada a média dos betas não alavancados obtendo-se assim o risco sistemático da indústria, ou seja, o risco não diversificável,

aquele que é transversal a todas as empresas do sector e que não pode ser totalmente mitigado. Uma vez obtido o beta sistemático da indústria, este foi alavancado tendo em conta a estrutura financeira do Sporting chegando assim a um beta alavancado de 0,85.

O prémio do risco de mercado ($R_m - R_f$) para Portugal em 2018 é de 2,88% e foi extraído do Damodaran a 26/08/2018.

Desta forma obteve-se um custo do capital próprio (k_e) de 3,07%.

O custo do capital alheio (k_d) do Sporting, de 2,96% foi estimado através da ponderação do custo de todos os seus financiamentos (fixos e variáveis). A taxa de imposto aplicada ao sector do futebol em Portugal é de 22,5% sendo que 21% é de IRC e os restantes 1,5% de Derrama.

Quanto ao peso do capital próprio ($\frac{E}{(E+D)}$) e do capital alheio ($\frac{D}{(E+D)}$) prevê-se que este se mantenha muito similar ao observado em 2017, isto é, 17% capital próprio e 83% capital alheio.

Tabela X: Custo do Capital Próprio e Alheio

Tipo de Financiamento	Descrição	Valor	Taxa	Ponderação
Financiamento Obtido - Não Corrente	Empréstimo Bancário	27.932.000	0,673%	0,139%
Financiamento Obtido - Não Corrente	Factoring	3.765.000	3,250%	0,091%
Financiamento Obtido - Corrente	Empréstimo Bancário	12.682.000	0,673%	0,063%
Financiamento Obtido - Corrente	Descoberto Bancário	22.538.000	3,500%	0,584%
Financiamento Obtido - Corrente	Empréstimo Obrigacionista	30.000.000	6,250%	1,389%
Financiamento Obtido - Corrente	Factoring	26.190.000	3,250%	0,630%
Locação Financeira - Não Corrente	Leasing	11.283.000	0,673%	0,056%
Locação Financeira - Corrente	Leasing	612.000	0,673%	0,003%
Total		135.002.000	Cost of Debt	2,96%

Risk Free Rate	0,63%
Market Risk Premium	2,88%
Levered Beta	0,85
Cost of equity	3,07%

Cost of Equity	3,07%
Cost of Debt	2,96%
Tax rate	22,50%
D/(E+D)	0,83
E/(E+D)	0,17
WACC	2,42%

Fonte: Elaboração Própria

Tabela XI: WACC

Cost of Equity	3,07%
Cost of Debt	2,96%
Tax rate	22,50%
D/(E+D)	0,83
E/(E+D)	0,17
WACC	2,42%

Fonte: Elaboração Própria

7.1.5. Taxa de crescimento de longo prazo - g

De forma a prever todos os *cash flows* da empresa a partir do quinto ano (2022), foi calculada uma perpetuidade. Para o cálculo dessa perpetuidade foi usada uma taxa de crescimento muito inferior ao crescimento económico do PIB, de aproximadamente 1,5%, pois espera-se uma recuperação bastante lenta e frágil uma vez que está dependente de variáveis voláteis como os resultados desportivos e a venda de jogadores, como já referido anteriormente. Assim sendo, foi feita uma abordagem conservadora considerando um crescimento de 0,1%.

7.1.6. Resultados

Após a inclusão de todos os pressupostos anteriormente referidos no modelo de avaliação financeira da Sporting SAD, obtiveram-se os FCFF por ano que atualizados somaram 39.670.941€ no período de 2018 a 2022 e

117.171.665€ na perpetuidade. Tendo em conta as 39 milhões de *shares outstanding*, atingiu-se uma avaliação de 0,92€ por ação à data de 30/06/2017.

Tabela XII: Avaliação da Sporting SAD, através do método FCFF

	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Rendimentos operacionais	83.115.934	95.595.902	105.608.673	108.970.010	111.342.661
EBITPS	-10.808.253	-10.202.463	-10.107.971	-10.655.064	-10.864.359
EBIT	-3.498.770	-191.021	2.054.352	1.438.990	4.694.258
EBIT x (1-T)	-3.498.770	-191.021	1.592.123	1.115.218	3.638.050
(+) Amort./Depr.	19.212.550	18.414.319	18.036.067	17.257.845	14.736.214
(-) CAPEX	12.828.750	16.419.563	21.357.307	23.128.846	18.549.803
(-) Δ NFM	-38.144.126	6.539.399	-3.874.477	-4.110.236	-3.235.904
FCFF	41.029.156	-4.735.664	2.145.360	-645.547	3.060.365
PV FCFF	40.059.762	-4.514.529	1.996.860	-586.666	2.715.515

WACC 2,42%

Growth 0,1%

PV FCFF 39.670.941

Terminal Value 117.171.665

Firm Value 156.842.606

Debt 127.371.000

Cash 6.306.000

Equity Value 35.777.606

Shares Outstanding 39.000.000

Preço p/ ação 0,92

Fonte: Elaboração Própria

7.1.7. Análise de Sensibilidade

A tabela abaixo permite analisar o impacto que as variações do volume de negócios e/ou da taxa de crescimento têm no preço das ações da Sporting SAD.

Foi estudado o impacto de uma flutuação no volume de negócios de até 6%, uma variação com alguma probabilidade tendo em conta a volatilidade do negócio. Analisando a tabela abaixo é possível verificar que o preço da ação é muito sensível a esta variável, sendo que no pior cenário ($g=0\%$) uma variação de 6% no volume de negócios reflete-se numa variação superior a 60% no preço da ação.

Quanto à taxa de crescimento de longo prazo esta tem também um impacto relevante no preço da ação. De referir que quando a taxa de crescimento dos *cash flows* atinge valores superiores ao WACC o valor da ação passa para valores negativos.

Tabela XIII: Análise de Sensibilidade

		g						
		0,00%	0,10%	0,60%	1,10%	1,60%	2,10%	2,60%
Volume de Negócios	-6,00%	0,29	0,4	1,12	2,38	5,19	16,76	-35,91
	-4,00%	0,46	0,57	1,33	2,67	5,64	17,89	-37,86
	-2,00%	0,62	0,75	1,55	2,96	6,09	19,01	-39,8
	0,00%	0,79	0,92	1,76	3,25	6,54	20,13	-41,78
	2,00%	0,96	1,09	1,98	3,53	6,99	21,26	-43,69
	4,00%	1,12	1,26	2,19	3,82	7,44	22,39	-45,64
	6,00%	1,29	1,43	2,4	4,11	7,89	23,51	-47,58

Fonte: Elaboração Própria

7.2. Market Approach

Para este método foram considerados como comparáveis a FC Porto SAD, a SL Benfica SAD, a AFC Ajax, NV e a S.S. Lázio SPA, sendo o período de análise os anos de 2014 a 2017.

Para esta avaliação foram calculados os rácios: Market Capitalization/Rendimentos Operacionais, Market Capitalization/EBITPS, Market Capitalization/EBIT e Market Capitalization/EBT de cada um dos comparáveis, sendo que os dados utilizados foram obtidos através da base de dados amadeus. Uma vez obtida a média do mercado de cada um dos indicadores, estes foram multiplicados, respetivamente pelo Rendimento Operacional, o EBITPS, o EBIT e o EBT, da Sporting SAD de forma a obter uma estimativa do Market Capitalization por cada um dos rácios calculados. Posteriormente, foi feita uma média dos resultados obtidos, chegando-se desta forma a um *target price* de 1,53€ por ação que representa um *upside potencial* de 147% em relação ao *current price* de 0,62€.

É de referir que uma das grandes limitações deste método é o facto de não ser fácil encontrar empresas comparáveis no mercado acabando por se utilizar empresas com características (ex: estrutura de capital) distintas.

Este método veio suportar os resultados anteriormente obtidos através do FCFF, que também apontaram para a subvalorização das ações.

Tabela XIV: Preço por ação

Sporting CP, SAD	30.Jun.2017
Target Price	1,53
Current Price	0,62
Diferença	0,91
Upside/Down Potential	147%

Fonte: Base de Dados Amadeus

8. Conclusão

Após a realização deste trabalho, é possível afirmar que a avaliação de empresas é um procedimento bastante complexo e subjetivo, dada a competitividade e especificidade da própria indústria e a forte influência dos pressupostos estabelecidos nos resultados obtidos. Como referido ao longo deste trabalho de projeto, as sociedades desportivas estão muito dependentes da *performance* desportiva para obterem bons resultados financeiros o que torna a sua avaliação ainda mais desafiante. Por estes e outros motivos, os analistas são muitas vezes obrigados a recorrer a pressupostos que muitas vezes podem não vir a verificar-se no futuro.

A Sporting SAD é uma sociedade de referência no futebol português, no entanto, os últimos anos não têm sido fáceis para o clube, apresentando este, resultados financeiros não muito satisfatórios. Para dar a volta à situação, é muito importante o clube investir na sua academia de forma a tornar esta instalação uma “fábrica” de talentos, criando assim, uma oportunidade de fazer negócios atrativos. É também importante que o clube consiga desenvolver a sua marca nos próximos anos, investindo numa melhor estratégia de marketing de forma a que o Sporting seja reconhecido não só pelo seu futebol, mas sim como uma marca completa.

Uma vez terminado o estudo de todos os fatores envolventes é possível afirmar que a Sporting SAD se encontra num período menos positivo e por isso com uma grande margem de crescimento. A nível financeiro, concluiu-se que a ação desta SAD se encontra subvalorizada uma vez que o seu preço corrente é de 0,62€ e o *target price* obtido com esta avaliação foi de 0,92€. Assim sendo, a ação da Sporting SAD apresenta um *upside potential* de 47,96% sendo por isso a recomendação final de compra.

Referências Bibliográficas

Bancel, F. and Mittoo, U. R. (2014) 'The Gap between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), pp. 106–117.

Banco de Portugal (2018) *Projeções para a economia portuguesa: 2018-2020*. Available at:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/proj_mar2018_p.pdf (Accessed: 9 April 2018).

Begović, S. V., Momčilović, M. and Jovin, S. (2013) 'Advantages and Limitations of the Discounted Cash Flow To Firm Valuation', *Skola biznisa*, 1, pp. 38–47.

Benkraiem, R., Roy, F. Le and Louhichi, W. (2011) 'Sporting Performances and the Volatility of Listed Football Clubs', *International Journal of Sport Finance*, 6(4), pp. 283–297.

Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A. J. (2009) *Investments*. 8th edn. Boston: McGraw-Hill.

Booth, L. (2002) 'Finding Value Where None Exists: Pitfalls in Using Adjusted Present Value', *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(5), pp. 95–104.

Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd edn. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (1996) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. University. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2006) 'Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence', *Stern School of Business*.

Damodaran, A. (2018) *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Available at:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
(Accessed: 26 August 2018).

Daniel, C. (2016) *Futebol a Sério*. 1st edn. Lisboa: A Esfera dos Livros.

Decreto-Lei nº 10/2013 (2013) *Diário da República*. Available at:
<https://dre.pt/application/file/a/256901> (Accessed: 21 February 2018).

Fama, E. F. and French, K. R. (2004) 'The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence', *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), pp. 25–46.

Fernández, P. (2002) 'Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?', *IESE Business School*.

Fernández, P. (2007) 'Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations', *IESE Business School*.

Franck, E. (2014) 'Financial Fair Play in European Club Football: What Is It All About?', *International Journal of Sport Finance*, 9(3), pp. 193–217.

Frick, B. (2007) 'The football players' labor market: empirical evidence from the major European Leagues', *Scottish Journal of Political Economy*, 54(3), pp. 422–447.

Imam, S., Barker, R. and Clubb, C. (2008) 'The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts', *European Accounting Review*, 17(3), pp. 503–535.

Inselbag, I. and Kaufold, H. (1997) 'Two DCF Approaches for Valuing Companies Under Alternative Financing Strategies (and How to Choose Between Them)', *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(1), pp. 114–122.

Investing (2018) *Portugal a 5 anos - Rendimento da Obrigação*. Available at:
<https://pt.investing.com/rates-bonds/portugal-5-year-bond-yield> (Accessed: 26 August 2018).

Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th edn. New York: John Wiley & Sons, Inc.

KPMG (2018) *The European Champions Report 2018*. Available at: <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/bh/pdf/kpmg-football-benchmark-champions-report.pdf> (Accessed: 9 April 2018).

Lie, E. and Lie, H. J. (2002) 'Multiples Used to Estimate Corporate Value', *Financial Analysts Journal*, 58(2), pp. 4–22.

Liga Portugal (2017) *Liga NOS - Estatísticas*. Available at: <http://ligaportugal.pt/pt/liga/estatisticas/espectadores/clube/20162017/liganos> (Accessed: 15 March 2018).

Luehrman, T. A. (1997) 'Using APV: A Better Tool for Valuing Operations', *Harvard Business Review*, 75, pp. 145–154.

Mendonça, A., Romão, A., Costa, F. S. da and Silva, J. R. (2012) *Portugal, a Europa e a Crise Económica e Financeira Internacional*. Coimbra: Edições Almedina.

Neves, J. C. (1999) *ABC das Fusões & Aquisições*. 1st edn. Lisboa: Phalempin.

Neves, J. C. (2002) *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: McGraw-Hill.

OCDE (2017) *Portugal - Economic Forecast Summary*. Available at: <http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-portugal-oecd-economic-outlook.pdf> (Accessed: 9 April 2018).

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R. and Stowe, J. D. (2015) *Equity Asset Valuation*. 3rd edn. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Porter, M. E. (2008) 'The Five Competitive Forces that Shape Strategy', *Harvard Business Review*, 86(1), pp. 78–93.

Reuters (2018) *Sporting Clube de Portugal Futebol SAD - Levered Beta*. Available at:

<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/SPSO.LS>
(Accessed: 26 August 2018).

Sakinc, I., Acikalin, S. and Soyguden, A. (2017) 'Evaluation of the relationship between financial performance and sport success in European football', *Journal of Physical Education and Sport*, 17(1), pp. 16–22.

Sporting Clube de Portugal (2017) *Relatório de Sustentabilidade 16|17*. Available at:

http://cdn.sporting.digitaljump.xyz/sites/default/files/documentos/rs_scp_-_web_0.pdf (Accessed: 9 April 2018).

Sporting Clube de Portugal - Futebol SAD (2017) *Relatório e Contas 2016/2017*. Available at:

http://cdn.sporting.digitaljump.xyz/sites/default/files/documentos/relatoriocontas_sad30junho2017.pdf (Accessed: 9 April 2018).

Talovic, M., Ormanovic, S., Kljaho, A., Ciric, A., Jeleskovic, E., Alic, H. and Dedovic, D. (2016) 'Models of Financing Football Clubs in the Biggest European Leagues', *Sportski Logos*, 14(27), pp. 4–12.

UEFA (2015) *UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations*. Available at:

https://www.uefa.com/MultimediaFiles/Download/Tech/uefaorg/General/02/26/77/91/2267791_DOWNLOAD.pdf (Accessed: 21 February 2018).

UEFA (2016) *Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2016*. Available at:

https://www.uefa.com/MultimediaFiles/Download/OfficialDocument/uefaorg/ClubLicensing/02/53/00/22/2530022_DOWNLOAD.pdf (Accessed: 9 April 2018).

Anexos

Anexo 1 – Demonstração de Resultados Previsional

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS	30.Jun.2013	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Vendas e prestações de serviços	27.722.000	29.613.000	44.703.000	56.100.000	61.403.000	61.728.234	82.431.402	83.401.105	83.536.763	83.602.518
Outros rendimentos e ganhos	4.279.000	5.731.000	13.679.000	12.650.000	18.598.000	21.387.700	13.164.500	22.207.568	25.433.247	27.740.142
Rendimentos e ganhos operacionais sem transações com jogadores	32.001.000	35.344.000	58.382.000	68.750.000	80.001.000	83.115.934	95.595.902	105.608.673	108.970.010	111.342.661
Custos das mercadorias vendidas	0	0	-902.000	-2.247.000	-2.227.000	-2.474.586	-2.388.564	-2.360.398	-2.419.378	-2.383.730
Fornecimentos e serviços externos	-17.014.000	-12.768.000	-14.147.000	-17.342.000	-18.120.000	-19.977.255	-22.914.291	-24.872.630	-25.991.909	-26.489.902
Gastos com o pessoal	-41.652.000	-25.008.000	-25.140.000	-48.865.000	-63.998.000	-58.942.646	-67.869.527	-74.935.929	-77.342.826	-79.015.698
Depreciações e amortizações excluindo plantel	-1.069.000	-1.062.000	-3.590.000	-4.378.000	-4.738.000	-5.253.033	-5.699.094	-6.199.168	-6.686.936	-7.164.547
Provisões e perdas por imparidade excluindo plantel	-3.265.000	-356.000	-4.024.000	-3.051.000	-3.348.000	-3.474.333	-3.291.111	-3.371.148	-3.378.864	-3.347.041
Outros gastos e perdas	-3.212.000	-2.767.000	-4.302.000	-2.611.000	-4.494.000	-3.802.333	-3.635.778	-3.977.370	-3.805.160	-3.806.103
Gastos e perdas operacionais sem transações com jogadores	-66.212.000	-41.961.000	-52.105.000	-78.494.000	-96.925.000	-93.924.187	-105.798.366	-115.716.643	-119.625.073	-122.207.020
Resultados operacionais sem transações com jogadores	-34.211.000	-6.617.000	6.277.000	-9.744.000	-16.924.000	-10.808.253	-10.202.463	-10.107.971	-10.655.064	-10.864.359
Amortizações e perdas de imparidade do plantel	-19.363.000	-8.029.000	-10.816.000	-9.332.000	-18.360.000	-13.959.517	-12.715.225	-11.836.899	-10.570.909	-7.571.667
Rendimentos/(Gastos) com transações com jogadores	16.896.000	18.909.000	28.002.000	7.716.000	77.908.000	21.269.000	22.726.667	23.999.222	22.664.963	23.130.284
Resultados operacionais das transações com jogadores	-2.467.000	10.880.000	17.186.000	-1.616.000	59.548.000	7.309.483	10.011.442	12.162.323	12.094.054	15.558.617
Resultados operacionais (antes de outros gastos não recorrentes)	-36.678.000	4.263.000	23.463.000	-11.360.000	42.624.000	-3.498.770	-191.021	2.054.352	1.438.990	4.694.258
Outros gastos não recorrentes	0	0	0	-14.991.000	0	0	0	0	0	0
Resultados operacionais	-36.678.000	4.263.000	23.463.000	-26.351.000	42.624.000	-3.498.770	-191.021	2.054.352	1.438.990	4.694.258
Resultados financeiros	-6.898.000	-3.775.000	-1.113.000	-5.760.000	-7.427.000	-3.219.018	-3.179.772	-3.137.416	-3.195.603	-3.184.378
Resultados antes de impostos	-43.576.000	488.000	22.350.000	-32.111.000	35.197.000	-6.717.788	-3.370.794	-1.083.063	-1.756.613	1.509.879
Imposto sobre o rendimento	-240.000	-120.000	-3.017.000	206.000	-4.660.000	0	0	0	0	-339.723
Resultado líquido do exercício	-43.816.000	368.000	19.333.000	-31.905.000	30.537.000	-6.717.788	-3.370.794	-1.083.063	-1.756.613	1.170.157

Fonte: Relatório e Contas da Sporting SAD – 2012/2013 a 2016/2017

Anexo 2 – Balanço Previsional

DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA	30.Jun.2013	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Activo Não Corrente										
Activos fixos tangíveis	21.732.000	20.607.000	20.452.000	20.285.000	21.083.000	22.359.220	22.874.618	23.210.053	23.036.270	22.379.153
Activos intangíveis - Valor do plantel	28.242.000	24.726.000	19.314.000	32.070.000	59.544.000	55.838.067	57.312.099	64.332.141	74.451.236	83.041.316
Outros Activos intangíveis	8.000	92.000	146.250.000	143.395.000	140.576.000	136.621.913	132.637.727	128.603.490	124.529.178	120.409.804
Outros Activos não correntes	69.105.000	76.250.000	5.424.000	1.315.000	4.082.000	3.607.000	3.001.333	3.563.444	3.390.593	3.318.457
Total do Activo não corrente	119.087.000	121.675.000	191.440.000	197.065.000	225.285.000	218.426.200	215.825.777	219.709.128	225.407.277	229.148.731
Activo Corrente										
Clientes	12.638.000	19.283.000	22.738.000	11.625.000	56.559.000	23.518.875	26.042.144	26.650.730	26.244.153	27.883.097
Inventários	0	0	774.000	923.000	960.000	1.016.488	1.334.134	1.342.378	1.357.399	1.352.392
Estado e outros entes públicos	139.000	319.000	0	613.000	0	0	0	0	0	0
Outros devedores	657.000	172.000	6.251.000	4.707.000	5.790.000	5.582.667	5.359.889	5.577.519	5.506.691	5.481.366
Outros Activos correntes	5.687.000	3.361.000	3.744.000	6.082.000	21.597.000	4.718.500	4.476.375	4.755.219	5.008.023	4.739.529
Caixa e equivalentes de caixa	1.256.000	1.942.000	10.595.000	3.324.000	6.306.000	22.167.843	17.685.151	21.704.750	19.039.293	22.899.808
Total do Activo corrente	20.377.000	25.077.000	44.102.000	27.274.000	91.212.000	57.004.372	54.897.693	60.030.595	57.155.561	62.356.193
Total do Activo	139.464.000	146.752.000	235.542.000	224.339.000	316.497.000	275.430.572	270.723.469	279.739.723	282.562.838	291.504.923
Capital Próprio										
Capital Social	39.000.000	39.000.000	67.000.000	67.000.000	67.000.000	67.000.000	67.000.000	67.000.000	67.000.000	67.000.000
Prémios de emissão de acções	6.500.000	6.500.000	6.500.000	6.500.000	6.500.000	6.500.000	6.500.000	6.500.000	6.500.000	6.500.000
Valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis	47.925.000	47.925.000	127.925.000	127.925.000	127.925.000	127.925.000	127.925.000	127.925.000	127.925.000	127.925.000
Reservas e resultados acumulados	-169.018.000	-211.823.000	-213.715.000	-194.474.000	-226.344.000	-195.807.000	-202.524.788	-205.895.581	-206.978.645	-208.735.257
Resultado líquido do exercício	-43.816.000	368.000	19.333.000	-31.905.000	30.537.000	-6.717.788	-3.370.794	-1.083.063	-1.756.613	1.170.157
Total do Capital Próprio	-119.409.000	-118.030.000	7.043.000	-24.954.000	5.618.000	-1.099.788	-4.470.581	-5.553.645	-7.310.257	-6.140.101
Passivo Não Corrente										
Provisões	5.240.000	4.934.000	8.487.000	10.814.000	11.856.000	16.005.600	17.606.160	19.366.776	21.303.454	23.433.799
Responsabilidades com benefícios pós-emprego	1.545.000	1.502.000	3.034.000	3.350.000	3.615.000	3.946.238	4.307.826	4.702.547	5.133.435	5.603.805
Financiamentos obtidos	56.458.000	31.680.000	80.344.000	88.119.000	36.265.000	69.928.600	65.342.320	65.211.484	65.504.164	61.206.616
Outros passivos não correntes	51.830.000	44.789.000	41.221.000	40.493.000	68.615.000	50.109.667	53.072.556	57.265.741	53.482.654	54.606.984
Total do Passivo não corrente	115.073.000	82.905.000	133.086.000	142.776.000	120.351.000	139.990.104	140.328.862	146.546.548	145.423.707	144.851.204
Passivo Corrente										
Provisões	0	0	0	14.991.000	13.414.000	0	0	0	0	0
Financiamentos obtidos	101.398.000	149.057.000	49.709.000	43.936.000	91.106.000	62.457.600	64.945.920	63.839.771	65.641.680	69.410.091
Fornecedores	24.374.000	16.195.000	13.231.000	16.144.000	41.111.000	27.312.822	31.028.658	34.106.860	37.908.227	41.429.445
Estado e outros entes públicos	1.985.000	1.218.000	3.597.000	4.202.000	3.044.000	3.614.333	3.620.111	3.426.148	3.553.531	3.533.263
Outros credores	3.256.000	1.160.000	18.353.000	14.971.000	22.770.000	18.698.000	18.813.000	20.093.667	19.201.556	19.369.407
Outros passivos correntes	12.787.000	14.247.000	10.523.000	12.273.000	19.083.000	24.457.500	16.457.500	17.280.375	18.144.394	19.051.613
Total do Passivo corrente	143.800.000	181.877.000	95.413.000	106.517.000	190.528.000	136.540.255	134.865.189	138.746.820	144.449.388	152.793.820
Total do Passivo	258.873.000	264.782.000	228.499.000	249.293.000	310.879.000	276.530.360	275.194.051	285.293.368	289.873.095	297.645.024
Total do capital próprio e passivo	139.464.000	146.752.000	235.542.000	224.339.000	316.497.000	275.430.572	270.723.469	279.739.723	282.562.838	291.504.923

Fonte: Relatório e Contas da Sporting SAD – 2012/2013 a 2016/2017

Anexo 3 – Demonstração de Fluxos de Caixa Previsional

DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA	30.Jun.2013	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017	30.Jun.2018 E	30.Jun.2019 E	30.Jun.2020 E	30.Jun.2021 E	30.Jun.2022 E
Actividades operacionais:										
Recebimentos de clientes e UEFA	18.613.000	27.025.000	78.423.000	53.932.000	95.664.000	76.315.384	90.891.038	101.440.592	105.253.205	107.541.573
Pagamentos a fornecedores	-20.451.000	-7.430.000	-13.203.000	-16.551.000	-28.011.000	-36.306.507	-21.904.665	-24.163.070	-24.624.941	-25.347.406
Pagamentos ao Estado	-21.899.000	-18.278.000	-22.820.000	-30.031.000	-39.718.000	570.333	5.778	-193.963	127.383	-359.990
Pagamentos ao Pessoal	-24.012.000	-17.810.000	-13.217.000	-23.721.000	-33.322.000	-58.942.646	-67.869.527	-74.935.929	-77.342.826	-79.015.698
Fluxos gerado pelas operações	-47.749.000	-16.493.000	29.183.000	-16.371.000	-5.387.000	-18.363.436	1.122.623	2.147.630	3.412.821	2.818.479
Outros Recebimentos/(pagamentos) relativos à actividade operacional	-134.000	-17.000	1.000	-1.000	-187.000	5.652.838	-9.093.726	-214.966	-1.647.664	163.503
Recebimentos relacionados com rubricas Extraordinárias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fluxos de caixa de actividades operacionais (1)	-47.883.000	-16.510.000	29.184.000	-16.372.000	-5.574.000	-12.710.598	-7.971.103	1.932.664	1.765.157	2.981.983
Actividades de investimento:										
Recebimentos:										
Empréstimos concedidos	0	0	61.712.000	0	0	0	0	0	0	0
Activos intangíveis - plantel	14.303.000	14.629.000	26.595.000	26.209.000	53.333.000	73.177.009	36.385.706	39.023.643	38.458.246	36.829.851
Outros Ativos não correntes	0	0	0	0	0	475.000	605.667	0	172.852	72.136
	14.303.000	14.629.000	88.307.000	26.209.000	53.333.000	73.652.009	36.991.373	39.023.643	38.631.098	36.901.987
Pagamentos:										
Activos tangíveis	0	0	0	-1.176.000	-1.898.000	-2.367.667	-2.008.556	-2.285.741	-2.220.654	-2.171.650
Activos intangíveis - plantel	-19.116.000	-17.007.000	-21.633.000	-17.774.000	-24.871.000	-25.795.250	-28.957.813	-33.693.016	-35.738.770	-31.046.212
Outros Activos intangíveis	0	0	0	0	0	-207.500	-221.750	-214.625	-218.188	-216.406
Outros Ativos não correntes	0	0	0	0	0	0	0	-562.111	0	0
	-19.116.000	-17.007.000	-21.633.000	-18.950.000	-26.769.000	-28.370.417	-31.188.118	-36.755.492	-38.177.611	-33.434.268
Fluxos de caixa das actividades de investimento (2)	-4.813.000	-2.378.000	66.674.000	7.259.000	26.564.000	45.281.592	5.803.255	2.268.151	453.487	3.467.719
Actividades de financiamento:										
Recebimentos:										
Fundos de Investimento/Parcerias	12.155.000	1.000.000	669.000	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos obtidos	50.906.000	39.730.000	134.257.000	26.953.000	22.106.000	33.663.600	2.488.320	0	2.094.590	3.768.410
Outros instrumentos variação de capital próprio (VMOCs)	0	0	80.000.000	0	0	0	0	0	0	0
Outros passivos não correntes	0	0	0	0	0	0	2.962.889	4.193.185	0	1.124.329
	63.061.000	40.730.000	214.926.000	26.953.000	22.106.000	33.663.600	5.451.209	4.193.185	2.094.590	4.892.739
Pagamentos:										
Fundos de Investimento/Parcerias	-2.030.000	-1.391.000	-17.961.000	0	-3.928.000	0	0	0	0	0
Empréstimos obtidos	-1.245.000	-17.175.000	-274.922.000	-21.071.000	-30.803.000	-28.648.400	-4.586.280	-1.236.985	0	-4.297.548
Juros e custos similares	-5.898.000	-2.590.000	-9.248.000	-4.040.000	-5.383.000	-3.219.018	-3.179.772	-3.137.416	-3.195.603	-3.184.378
Outros passivos não correntes	0	0	0	0	0	-18.505.333	0	0	-3.783.086	0
	-9.173.000	-21.156.000	-302.131.000	-25.111.000	-40.114.000	-50.372.751	-7.766.052	-4.374.401	-6.978.689	-7.481.926
Fluxos de caixa das actividades de financiamento (3)	53.888.000	19.574.000	-87.205.000	1.842.000	-18.008.000	-16.709.151	-2.314.843	-181.216	-4.884.100	-2.589.187
Variação de caixa e seus equivalentes (4)=(1)+(2)+(3)	1.192.000	686.000	8.653.000	-7.271.000	2.982.000	15.861.843	-4.482.692	4.019.599	-2.665.456	3.860.515
Diferenças de câmbio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Caixa e seus equivalentes no início do exercício	64.000	1.256.000	1.942.000	10.595.000	3.324.000	6.306.000	22.167.843	17.685.151	21.704.750	19.039.293
Caixa e seus equivalentes no fim do exercício	1.256.000	1.942.000	10.595.000	3.324.000	6.306.000	22.167.843	17.685.151	21.704.750	19.039.293	22.899.808

Fonte: Relatório e Contas da Sporting SAD – 2012/2013 a 2016/2017

Anexo 4 - Método dos Múltiplos

Múltiplos	Share Price 30.Jun.2017	Shares Outstanding	Market Capitalization	
SL Benfica, SAD	1,04	23.000.000	23.920.000	
FC Porto, SAD	0,69	22.500.000	15.520.000	
AFC Ajax, NV	8,50	18.333.000	155.830.000	
S.S. Lazio SPA	0,47	67.738.911	31.840.000	
Sporting CP, SAD	0,62	39.000.000	24.180.000	

Market Capitalization	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017
SL Benfica, SAD	9.430.000	19.320.000	20.930.000	23.920.000
FC Porto, SAD	5.850.000	8.550.000	10.500.000	15.520.000
AFC Ajax, NV	137.500.000	170.500.000	165.920.000	155.830.000
S.S. Lazio SPA	27.640.000	36.100.000	38.610.000	31.840.000
Sporting CP, SAD	24.570.000	21.450.000	27.300.000	24.180.000

Rendimentos Operacionais	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017
SL Benfica, SAD	105.039.000	101.974.000	126.075.000	128.235.000
FC Porto, SAD	48.791.065	72.809.069	46.724.421	65.985.186
AFC Ajax, NV	103.780.000	105.412.000	93.422.000	118.223.000
S.S. Lazio SPA	72.132.361	100.657.908	91.916.387	100.210.649

EBITPS	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017
SL Benfica, SAD	-4.117.000	-4.500.000	7.905.000	3.971.000
FC Porto, SAD	-20.867.034	-20.913.101	-50.765.361	-29.088.939
AFC Ajax, NV	8.677.000	13.187.000	655.000	8.372.000
S.S. Lazio SPA	-19.127.880	5.524.431	-11.389.663	-11.389.663

EBIT	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017
SL Benfica, SAD	33.526.000	30.416.000	38.018.000	62.905.000
FC Porto, SAD	-24.090.881	30.213.393	-43.663.561	-24.578.409
AFC Ajax, NV	21.860.000	28.799.000	-1.289.000	68.906.000
S.S. Lazio SPA	3.857.608	5.524.431	-9.485.523	14.850.116

EBT	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017
SL Benfica, SAD	14.044.000	6.806.000	20.537.000	45.384.000
FC Porto, SAD	-35.382.030	17.830.918	-57.907.471	-39.454.261
AFC Ajax, NV	21.960.000	29.405.000	-671.000	67.016.000
S.S. Lazio SPA	1.429.956	2.819.277	2.737.065	5.559.248

Market Capitalization/Rendimentos Operacionais	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017	Média
SL Benfica, SAD	0,09	0,09	0,15	0,16	
FC Porto, SAD	0,12	0,08	0,18	0,16	
AFC Ajax, NV	1,32	1,30	1,83	1,40	
S.S. Lazio SPA	0,38	0,27	0,39	0,39	
Média	0,48	0,44	0,64	0,53	0,52

Market Capitalization/EBITPS	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017	Média
SL Benfica, SAD	-2,29	-2,10	2,44	5,27	
FC Porto, SAD	-0,28	-0,28	-0,17	-0,36	
AFC Ajax, NV	15,85	10,43	260,31	19,82	
S.S. Lazio SPA	-1,45	5,00	-3,17	-3,39	
Média	2,96	3,26	-0,30	5,33	2,81

Market Capitalization/EBIT	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017	Média
SL Benfica, SAD	0,28	0,31	0,51	0,33	
FC Porto, SAD	-0,24	0,19	-0,20	-0,43	
AFC Ajax, NV	6,29	4,77	-132,27	2,41	
S.S. Lazio SPA	7,17	5,00	-3,81	2,60	
Média	3,37	2,57	-1,16	1,23	1,50

Market Capitalization/EBT	30.Jun.2014	30.Jun.2015	30.Jun.2016	30.Jun.2017	Média
SL Benfica, SAD	0,67	1,39	0,94	0,46	
FC Porto, SAD	-0,17	0,33	-0,15	-0,27	
AFC Ajax, NV	6,26	4,68	-254,10	2,48	
S.S. Lazio SPA	19,33	9,80	13,19	6,95	
Média	6,52	4,05	4,66	2,40	4,41

Sporting CP, SAD	30.Jun.2017
Rendimentos Operacionais	80.001.000
Média Market Cap./Rend. Op.	0,52
Market Capitalization	41.674.066
Shares Outstanding	39.000.000
Target Price	1,07
Current Price	0,62
Diferença	0,45

Sporting CP, SAD	30.Jun.2017
EBITPS	-16.924.000
Média Market Cap./EBITPS	2,81
Market Capitalization	-47.632.459
Shares Outstanding	39.000.000
Target Price	-1,22
Current Price	0,62
Diferença	-1,84

Sporting CP, SAD	30.Jun.2017
EBIT	59.548.000
Média Market Cap./EBIT	1,50
Market Capitalization	89.435.126
Shares Outstanding	39.000.000
Target Price	2,29
Current Price	0,62
Diferença	1,67

Sporting CP, SAD	30.Jun.2017
EBT	35.197.000
Média Market Cap./EBT	4,41
Market Capitalization	155.196.031
Shares Outstanding	39.000.000
Target Price	3,98
Current Price	0,62
Diferença	3,36

Média	
Target Price	1,53
Current Price	0,62
Diferença	0,91
Upside/Down Potential	147%

Fonte: Amadeus Database